

学校编码: 10384  
学号: 17620081151420

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

独立董事辞职传递信号了吗

Do Independent Director Resignations  
Carry Any Signal

金合旭

指导教师姓名: 沈 艺 峰 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2010 年 月 日

论文答辩时间: 2010 年 月 日

学位授予日期: 2010 年 月 日

答辩委员会主席:

评阅人:

2010 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

本文实证研究了中国上市公司独立董事辞职事件传递的信号问题。

本文选取中国上海证券交易所 2004 年-2010 年间 109 起独立董事辞职事件为样本，将总体样本按照独立董事辞职公告上所列示的辞职原因分为两组：一组为届满 6 年或按照相关规定辞职的正常性独立董事辞职；另一组为因“工作繁忙”、“健康原因”或者“个人原因”等原因辞职的非正常性独立董事辞职，对比研究独立董事辞职传递的信号问题。

结果显示正常性独立董事辞职事件不会传递出明显的信号，而非正常性独立董事辞职公告会传递出明显的负面信号，短时窗内投资者会迅速地做出消极的反应。随后本文又将短时窗拓展至较长时窗。对比不同时窗后，本文发现独立董事辞职信号的负面信号效应在短时间内明显地影响投资者的行为，稍长时间后负面信号效应则会渐渐减弱。然后，本文对结果进行了稳健性检验，并利用上海证券交易所对上市公司的谴责公告对文章结论进行了进一步的探究。这些谴责公告证明在非正常性独立董事辞职公告出现后，有些公司的确会出现问题，公告中所列示的辞职原因不尽属实，投资者对非正常性独立董事辞职事件给予的消极评价符合实际情况。

总之，非正常性独立董事辞职传递出了负面信号，并且这种信号效应只是在短期时间内存在。这意味着投资者可以通过观察独立董事辞职行为进行投资决策。

**关键词：**独立董事；辞职；信号传递

## Abstract

The paper examines the signal problem of independent director resignation in the listed companies of China.

The paper chooses 109 listed companies which announced independent director resignation between 2004 and 2010 from Shanghai Stock Exchange as sample, and divides the whole sample into two groups: one is the normal independent director resignations; the other is the abnormal independent director resignations, and uses the empirical methods to analyze the signal effect of the independent director resignations.

Study finds that the announcements of the normal independent director resignation don't deliver any significant signal, but the abnormal independent director resignations deliver the significant negative signal, and the investors react negatively in the short-term window. Then, the paper examines the situation in the long-term window, as a result, the signal effect continues only for a few days, then disappears soon.

Overall, our results demonstrate that the abnormal independent director resignations deliver the significant negative signal, and the negative signal impact investors' behavior only in the short-time window. The results confirm that investors can make their investment decisions according to the information contents of independent director resignations.

**Key Words:** Independent Director; Resignation; Signal Delivery



# 目 录

第一章 导论 .....	1
1.1 研究的目的和意义 .....	1
1.2 研究的思路和论文框架 .....	2
1.3 本文的贡献 .....	3
第二章 文献综述 .....	4
2.1 理论基础 .....	4
2.1.1 委托代理理论-股东与管理层 .....	4
2.1.2 委托代理理论-大股东与中小股东 .....	6
2.2 有关独立董事变更的研究 .....	8
2.2.1 独立董事与监督作用 .....	8
2.2.2 独立董事与专业咨询作用 .....	12
2.2.3 市场对独立董事变更的反应 .....	13
2.3 国内有关文献回顾 .....	16
第三章 制度背景 .....	19
3.1 我国引入独立董事动机 .....	19
3.2 我国独立董事制度发展历程 .....	20
3.3 我国独立董事制度的特殊性 .....	21
第四章 研究设计 .....	23
4.1 独立董事辞职数据来源及描述性统计 .....	23
4.1.1 独立董事辞职公告年度分布描述性统计 .....	23
4.1.2 独立董事辞职原因分布描述性统计 .....	24
4.2 变量度量、回归模型构建及描述性统计 .....	25
4.2.1 市场反应变量度量 .....	25
4.2.2 回归模型构建 .....	26
4.2.3 模型变量描述性统计 .....	28
第五章 实证研究与结果讨论 .....	31
5.1 单变量检验 .....	31
5.2 多元回归分析 .....	32
5.3 不同时窗拓展研究 .....	34

5.4 稳健性检验 .....	36
5.5 实例佐证-来自上交所随后的谴责公告 .....	38
第六章 结论、启示和研究展望 .....	40
6.1 研究结论 .....	40
6.2 政策启示 .....	41
6.3 研究局限及未来研究展望 .....	43
参 考 文 献 .....	44
致 谢 .....	48

# Contents

<b>Chapter1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Purpose and Implication.....	1
1.2 Research Method and Framework.....	2
1.3 The Contribution of This Article .....	3
<b>Chapter2 Literature Review .....</b>	<b>4</b>
2.1 Theory Basis .....	4
2.2.1 Principal Agent Theory-shareholders and managers .....	4
2.2.2 Principal Agent Theory- major shareholders and minor shareholders....	6
2.2 Independent Director Related Literature Review .....	8
2.2.1 Independent Director and the Motoring Role .....	8
2.2.2 Independent Director and the Advisory Role .....	12
2.2.3 Market Reaction on Independent Director Turnover .....	13
2.3 Domestic related literature.....	16
<b>Chapter3 The Status of Independent Director System In China .....</b>	<b>19</b>
3.1 The Reason For Establishing Independent Director System In China ....	19
3.2 The Development Progress of Independent Director System In China ...	20
3.3 The Specificity of Independent Director System In China.....	21
<b>Chapter4 Research Design .....</b>	<b>23</b>
4.1 The Data Resource and Descriptive Statistics .....	23
4.1.1 The Descriptive Statistics on Resignation Announcement Type .....	23
4.1.2 The Descriptive Statistics on Resignation Reason.....	24
4.2 Variable Definition, Regression Model Design and Descriptive Statistic.	25
4.2.1 Variable Definition on Market Reaction .....	25
4.2.2 Regression Model Design .....	26
4.2.3 Descriptive Statistic on Variable of The Model .....	28
<b>Chapter5 Empirical Test and Results Discussion .....</b>	<b>31</b>
5.1 Univariate Testing;.....	31

5.2 Regression analysis .....	32
5.3 The Long-Time Window Research .....	34
5.4 The Robustness Test.....	36
5.5 The Case Demonstration from SSE condemnation Announcement.....	38
<b>Chapter6 Conclusions.....</b>	<b>40</b>
6.1 Conclusions .....	40
6.2 Policy Suggestions .....	41
6.3 Limitations and Future Researchs .....	43
<b>Reference.....</b>	<b>44</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>48</b>

## 第一章 导论

### 1.1 研究的目的是和意义

独立董事制度在我国公司治理实践中占有非常重要的地位。自从 2001 年我国证监会颁布《关于在上市公司建立独立董事的指导意见》后，独立董事制度在我国不断发展与完善，已经成为我国公司治理的重要组成部分。

独立董事制度之所以受到重视是因为其具有监督管理者的职能（Fama 和 Jensen, 1983）<sup>[1]</sup>和提供专业咨询的职能（Adams 和 Ferreira, 2007）<sup>[2]</sup>，也就是说，独立董事制度对公司绩效做出了一定的贡献。但独立董事对公司绩效形成了怎样的影响，迄今答案也没有统一。有的学者认为独立董事与公司绩效之间正相关（Weisbach, 1988<sup>[3]</sup>；Pearce 和 Zahra, 1991<sup>[4]</sup>），有的学者则认为独立董事对公司绩效没有显著影响（Hermalin 和 Weisbach, 1991<sup>[5]</sup>；Mehran, 1995<sup>[6]</sup>；Klein, 1998<sup>[7]</sup>），而有的研究甚至发现独立董事与公司绩效之间负相关（Agrawal 和 Knoeber, 1996<sup>[8]</sup>）。这种不一致的结论引导着我们寻找新的角度与途径研究独立董事问题。

本文即从一个新的角度，即独立董事辞职向市场传递什么信号的角度研究了独立董事的价值。近年来上市公司独立董事辞职公告不断增加，截止到 2011 年 2 月份，在上交所的统计中已经达到了 116 起。而且这些独立董事在其辞职公告中宣布的原因各异，除了那种任满 6 年和按规定辞职的原因外，还有许多原因云山雾罩，不甚明朗，比如“工作繁忙”、“健康原因”、“个人原因”等。这些原因似乎隐藏着一些没有公开的意图，让投资者难以识别其背后的真实情况。Fama 和 Jensen（1983）<sup>[1]</sup>曾指出独立董事尽力履行监管职责主要是为了维护自身社会的声誉。投资者很可能不相信独立董事辞职公告上的辞职原因，而是认为独立董事已经了然公司业绩即将恶化，为了保护自身社会声誉不受损害才决定提前辞职，此时他们心中很可能会产生一丝不祥的感觉。

那么独立董事辞职公告究竟有没有向投资者的传递信号？如果传递了信号，这种信号是怎样的？这种信号能够持续多长时间？这些即是本文所要研究的问题。

## 1.2 研究的思路和论文框架

本文首先从上海证券交易所网站中收集到 2004 年-2010 年 7 年间 109 起上市公司独立董事辞职事件,然后将这些辞职事件按照独立董事辞职的原因将总体样本分为正常性辞职与非正常性辞职两个分样本组,构建回归模型进行研究。

本文首先对有关研究独立董事辞职理论基础、有关独立董事的国内外文献进行了回顾,然后对我国独立董事制度引入的动机、发展历程以及特殊性进行了简要的阐述,接着构建变量与回归模型,在此基础上,通过描述性统计、单变量检验与多元回归分析有机结合、层层递进的方式,利用 SPSS (17.0) 统计软件进行实证分析,然后本文为了使得结果稳健,利用 CAR 的不同计算方法对文章结果进行了稳健性检验,接着为了使结论更有说服力,利用上海证券交易所出具的上市公司谴责公告进行实例佐证,最后得出了文章结论以及其对政策上的启示与建议。文章框架如图 1.1 所示:

第一章: 导论。简要的陈述了本文研究的目的以及意义,理清文章思路与分析框架。

第二章: 文献综述。本章回顾有关研究独立董事辞职理论基础、有关独立董事的国外研究文献,并在本章最后对国内的相关文献进行了介绍。

第三章: 制度背景。本章阐述了我国独立董事制度引入的动机,自上世纪 80 年代起独立董事制度在我国的发展历程以及与国外发达国家相比我国独立董事制度的特殊性。

第四章: 研究设计。本章参考前人的研究利用累积超常收益率度量投资者反应,并加入诸多控制变量以期结果稳健,然后构造回归模型并分别对因变量与自变量进行了描述性统计。

第五章: 实证研究与结果讨论。本章通过单变量检验、多元回归分析以及实例佐证等有机结合、层层递进的方式,利用 SPSS (17.0) 统计软件着重研究了独立董事辞职所传递的信号类型以及信号持续的时间等问题,并利用市场模型法重新计算 CAR 值进行稳健性检验,最后利用上海证券交易所的谴责公告对文章结论进行了实例佐证。

第六章: 结论、启示和研究展望。本章陈述了本文的研究结果、不足之处、政策启示以及未来的研究方向。

图 1.1 为本文的研究思路和分析框架

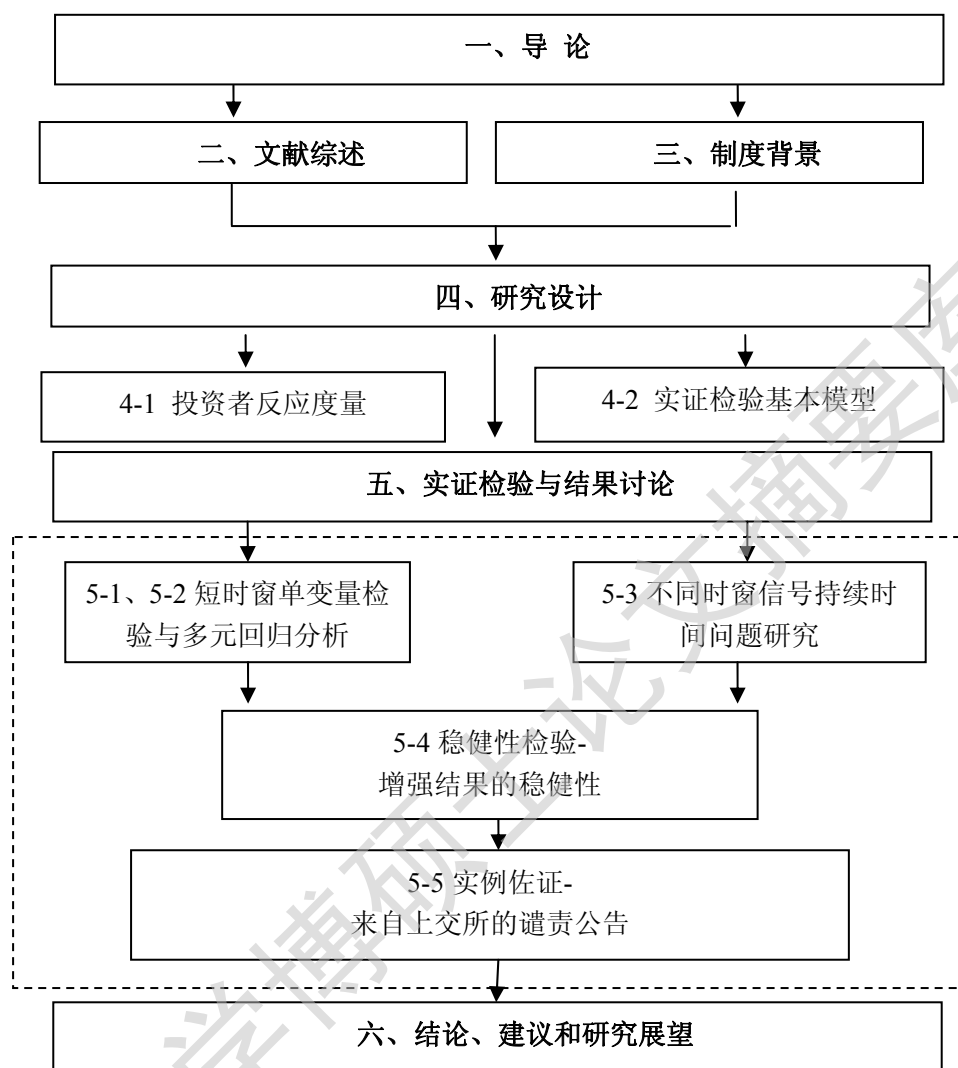


图 1.1 研究思路和分析框架图

### 1.3 本文的贡献

本文研究贡献有：

（1）本文利用实证方法深入研究了独立董事辞职传递的信号效应。研究发现，在非正常性辞职样本中，独立董事辞职公告传递出了非常显著的负面信号，这意味着投资者可以通过关注独立董事的辞职行为进行投资决策。

（2）本文研究表明当公司出现问题时，独立董事通常会为明哲保身而托词以“正常”原因提前辞职。这种不负责任的行为会给市场和投资者带来很大的危害，因此本文对完善有关独立董事方面的公司治理有一定的贡献。

## 第二章 文献综述

独立董事辞职问题研究的主要目的是考察市场或投资者对独立董事辞职公告出现后的反应。国外与这方面相关的文献可以分为以下两类：一类研究独立董事问题的理论基础，即对委托代理理论出现与发展的过程进行了回顾；第二类为有关独立董事的文献回顾，而这部分文献可以分为独立董事监督、咨询作用以及独立董事变更的信号效应等三个方面。下面就分别对这些文献进行回顾并在本章末尾回顾国内这方面的研究。

### 2.1 理论基础

国内外独立董事的概念颇有不同<sup>1</sup>。尽管各国对独立董事定义表述不同，但有一点却颇为一致，就是为了解决委托代理问题，独立董事才得以被引入至公司董事会中，因为独立董事具有监督管理层的职能（Fama 和 Jensen，1983）<sup>[1]</sup>。因此，研究独立董事的理论基础是委托代理理论。

早在 1973 年，Ross（1973）<sup>[9]</sup>就曾提到：“如果当事人双方，其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权，则代理关系就随之产生”。这是对委托代理问题较早的陈述。

后期关于委托-代理理论的研究，大致可以划分为两类，即股东与管理层之间的代理问题（也称为第一类代理问题）和大小股东之间的代理问题（也称为第二类代理问题），下面我们分别进行介绍：

#### 2.1.1 委托代理理论-股东与管理层

Jensen 和 Meckling（1976）<sup>[10]</sup>、Jensen（1986，1993）<sup>[11][12]</sup>是研究股东与管

<sup>1</sup>国外独立董事（independent director）的概念是从其外部董事（outside director or non-executive director）演化而来，实际上并没能形成一个标准定义。《美国纽约证券交易所上市公司手册》对于独立董事的定义是：“独立董事独立于管理层，并与公司之间没有影响其独立判断的类似商业关系或其他关系的人”；而英国著名的“凯德伯瑞报告”中则指出：“由于在谨慎独立的判断基础上独立董事对董事会起到作用，因此董事会中的大多数独立董事与公司应该相互‘独立’，也就是说，不能让董事所持股份或者薪酬等问题影响到独立董事的独立性”；澳大利亚则在《公司行动指南》将定义独立董事为：“与公司经营者相独立，不会影响其为公司利益最大化行事的董事”。中国证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中将独立董事定义为：“上市公司独立董事是指不在公司中担任除董事外的其他职务，并与上市公司及其主要股东之间不存在可能影响其进行公正客观判断关系的董事”。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库